



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2021.10.26(Y-Research RN122)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

www.cbnri.com

研究简报

中国观察

如何理解放缓的三季度经济增速？

摘要

国家统计局近日发布的数据显示，中国第三季度经济增速放缓。目前宏观经济政策不太可能起到更大的支持作用。首先，今年全年经济可能增长 8%，轻松超过政府 6% 的目标。其次，劳动力市场保持稳定，工资以合理的速度增长。第三，房地产开发商面临的困境表明控制金融风险的重要性。第四，在缓解影响产出的供应瓶颈方面，宏观经济政策不会太有效。然而，政策制定者也不会袖手旁观，他们可能会继续使用微观经济杠杆来进行调节，比如增加煤炭和芯片的供应。

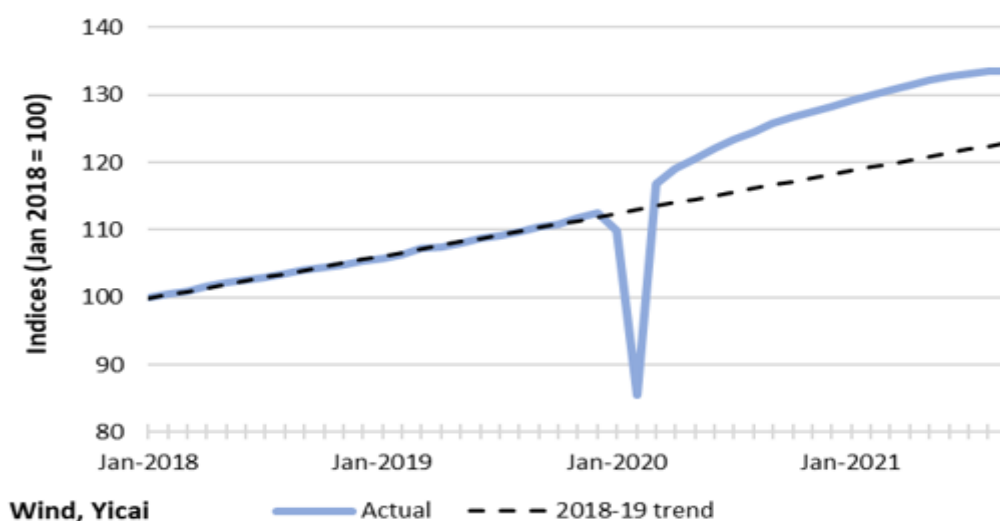
正文

作者：柯马克（Mark Kruger）/第一财经研究院高级学术顾问

10月18日，国家统计局（NBS）发布了第三季度国民经济核算数据。数据显示经济活动放缓，国内生产总值（GDP）增速从今年第二季度的7.9%减缓至4.9%。尽管经济普遍放缓，但制造业和房地产对同比增长率下降的“贡献最大”。这一结果也低于参与第一财经研究院调研的经济学家们所预期的5.4%^[1]。

从某种程度上来说，制造业是其自身成功的受害者。自去年2月份从新冠肺炎疫情产生的下降中开始恢复以来，工业增加值的表现非常出色。截至今年9月，工业增加值较新冠肺炎疫情前的趋势高出9%（图1）。这意味着按照原来的增长趋势，中国工业企业需要在一年半以后才能贡献如此多的产值。中国的工业领域受益于非常强劲的出口需求，第三季度出口同比增长24%。

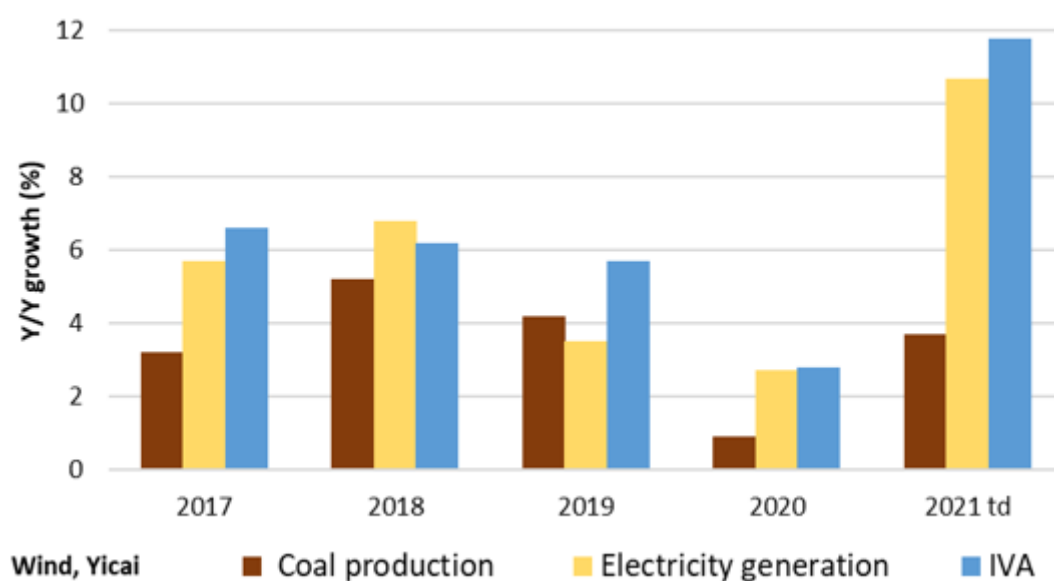
图1 工业增加值指数（2018年1月=100）



问题是，经济无法快速地产出投入到工业生产的原材料，以支持工业生产的增速。今年早些时候，人们关注的重点是芯片的短缺。虽然这一瓶颈目前仍然限制着汽车和其他行业的产量，但最近注意力已转向煤炭。

燃煤电厂供应中国近三分之二的能源需求，而煤炭开采的投资没有跟上工业产出的巨大增长，部分原因是中国正处于向低碳经济转型的过程中。煤炭的供需矛盾在今年达到顶峰，年初至今工业增加值增长近 12%，而煤炭产量的增长不足 4%（图 2）。

图 2 工业增加值、电力和煤炭产量同比增速

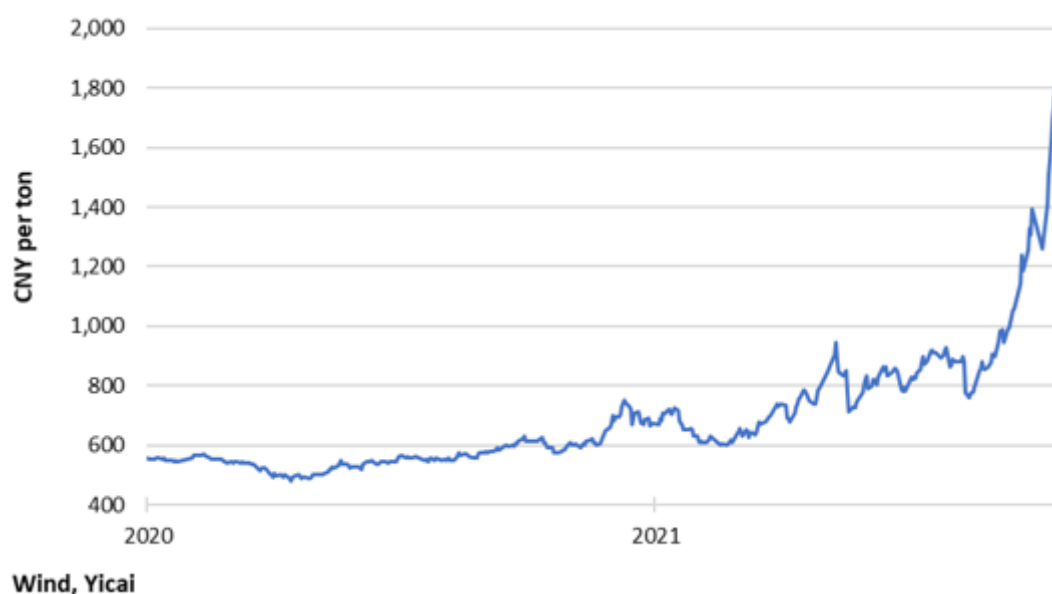


结果是，自今年年初以来，一向比较稳定的煤炭价格上涨了两倍。国家统计局新闻发言人付凌晖表示，国务院正在采取措施加大能源供应并确保价格稳定。尽管第三季度煤炭进口量同比增长近 40%，但仍比 2019 年第三季度的进口量低约 5%。此外，进口

煤炭通常占中国煤炭供应量的 10%，所以目前还不清楚煤炭进口在短期内能发挥多大作用。根据路透社的报道，有 153 处中国煤矿获批进行增产保供^[2]。预计第四季度可增加煤炭产量 5500 万吨，按 9 月份的生产率计算，这相当于增加了 5 天的供应量。为了抑制需求，政府允许公用事业行业提高电价。在广东省的制造业中心地带，高峰时段的电价上涨了 25%^[3]。

国家发改委 10 月 19 日表示，将采取一切必要措施^[4]，促进煤炭价格回归合理区间。于是，煤炭价格在接下来的三天里持续下跌，当周结束时较峰值已跌去 25%（图 3）。

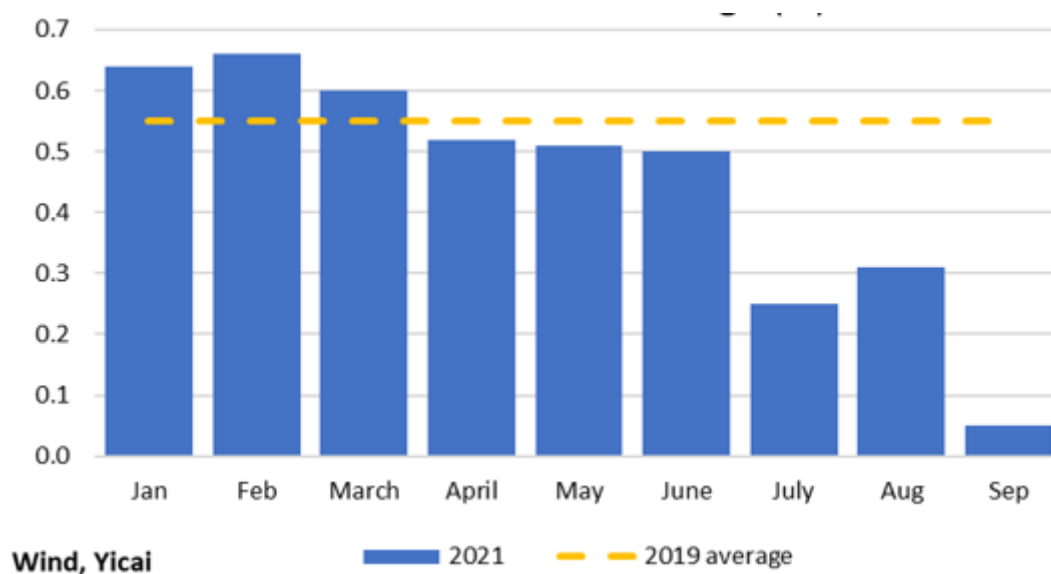
图 3 动力煤期货价格



为保障煤炭供应，中国很多地方政府不得不采取限电措施。电力供应不足也是 9 月份工业增加值环比仅增长 0.05% 的原因之一（图 4）。多位分析师预计，电力市场的失衡会在年底前得到解

决，令人鼓舞的是，9月份的电力生产增长了4.9%，高于8月份的0.9%。然而，煤价上涨意味着供应还远远不够，会构成电力短缺持续影响第四季度增长的风险。

图4 工业增加值环比增速（%）

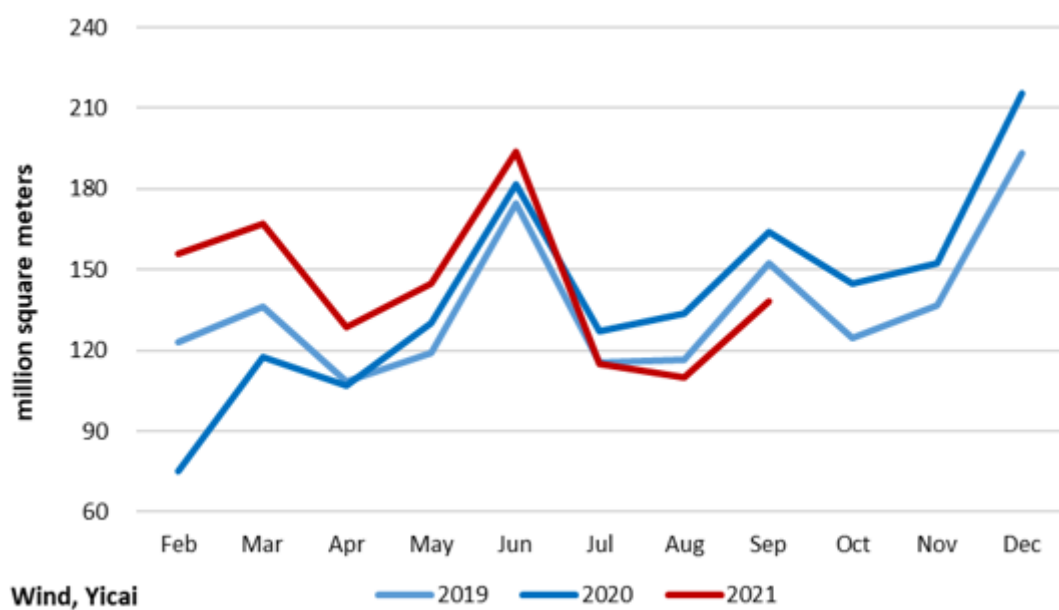


第三季度是中国房地产市场的转折点。2021年上半年，已售住宅面积远高于过去两年同期的水平（图5）。自7月以来，购房者似乎对购买住房失去了兴趣。这在一定程度上是由于需求在早些时候已经得到满足：尽管第三季度表现乏力，但年初至今的销售面积仍比前两年同期高出10%以上。

购房者也可能是因为价格的周期性下降而持观望态度。9月住房价格小幅下跌，这是六年来的首次月度下跌。中国的房地产开发商正在努力创造必要的现金流，以遵守政府控制开发商金融风险的“三条红线”新规^[5]。开发商一直在对新房打折，以促进

销售并降低杠杆率。在某些情况下，地方政府已经介入，限制这种折扣，以维持市场预期^[6]。

图 5 已售住宅面积



开发商的去杠杆化也对房地产的供给产生了影响。今年迄今为止，住房开工率下降了 3.3%（图 6）。某种程度上，这体现了对前几年适度的供给过剩的纠正。然而，如果供给继续滞后于需求，价格可能会更快上涨，那些目前处于观望状态的买家可能会重新进入市场。

劳动力市场继续升温。整体失业率和青年失业率均有所下降。截至目前，今年中国城镇共创造了 1045 万个正式就业机会，达到政府就业目标的 95%。虽然新就业机会增长的速度放缓，但劳动力需求依然强劲。今年第三季度的周平均工作时长比去年同期增加了 54 分钟（图 7）。

图 6 新建住房面积（1-9 月）

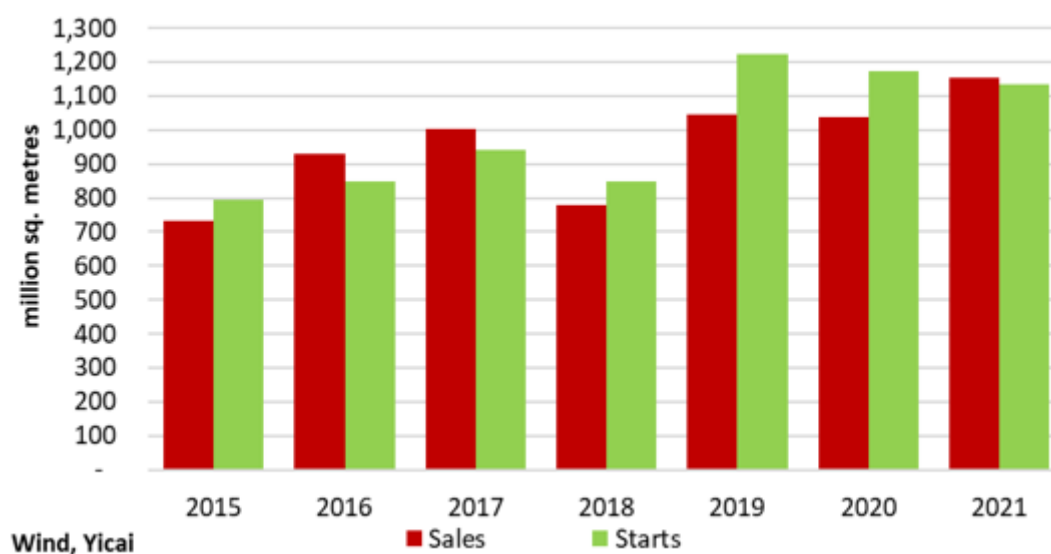
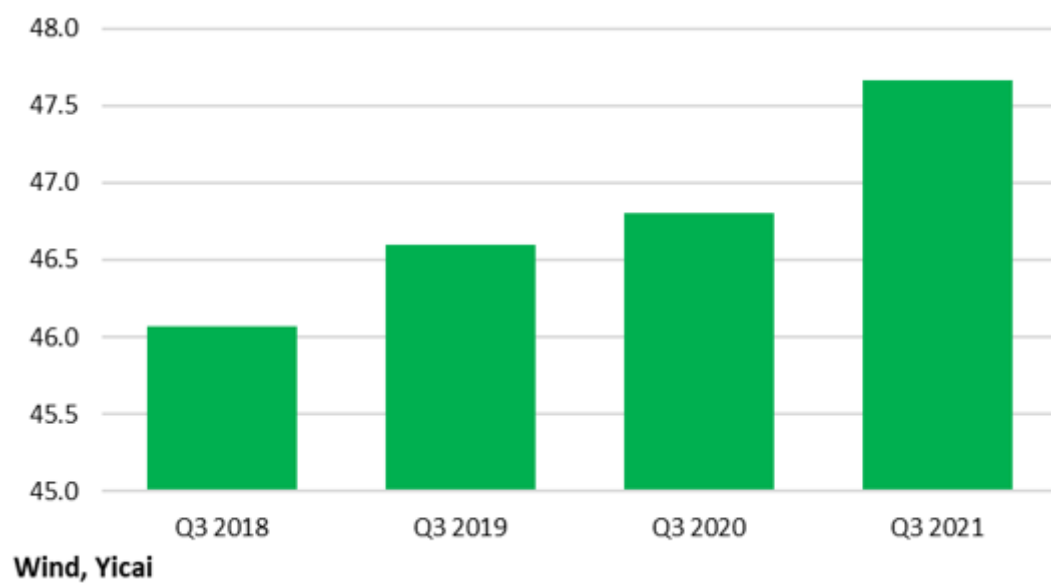


图 7 平均周工作时长（小时）

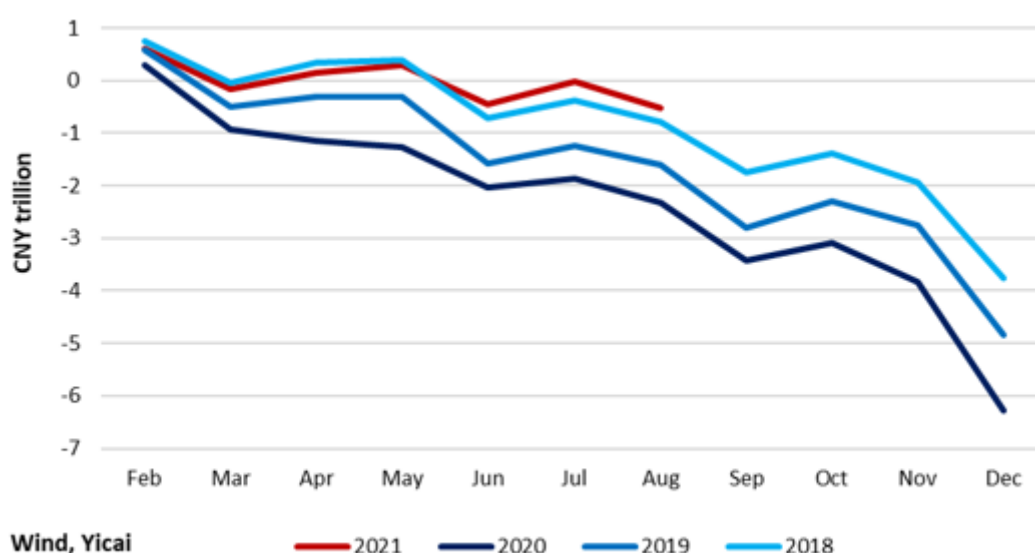


尽管第三季度经济持续减速的幅度比预期的要大，但目前还没有政策制定者要采用宏观政策工具刺激经济的信号。事实上，财政政策似乎是一大阻力。由于今年收入增长非常强劲，截至 8

月，累计财政赤字为 0.5 万亿，而 2020 年为 2.3 万亿（图 8）。财政赤字减少说明政府对经济的投入相比去年减少。按年率计算，这种“消极财政冲击”对 GDP 的拖累为 2.6%。

中国政府 2021 年财政预算方案中的财政赤字计划与去年大致相同。政府的财政赤字通常不会与预算目标相差太远，这说明在第四季度财政政策可能会更加宽松。然而，由于经济中存在各种供给限制，财政刺激需要审慎地使用，以免情况变得更糟。

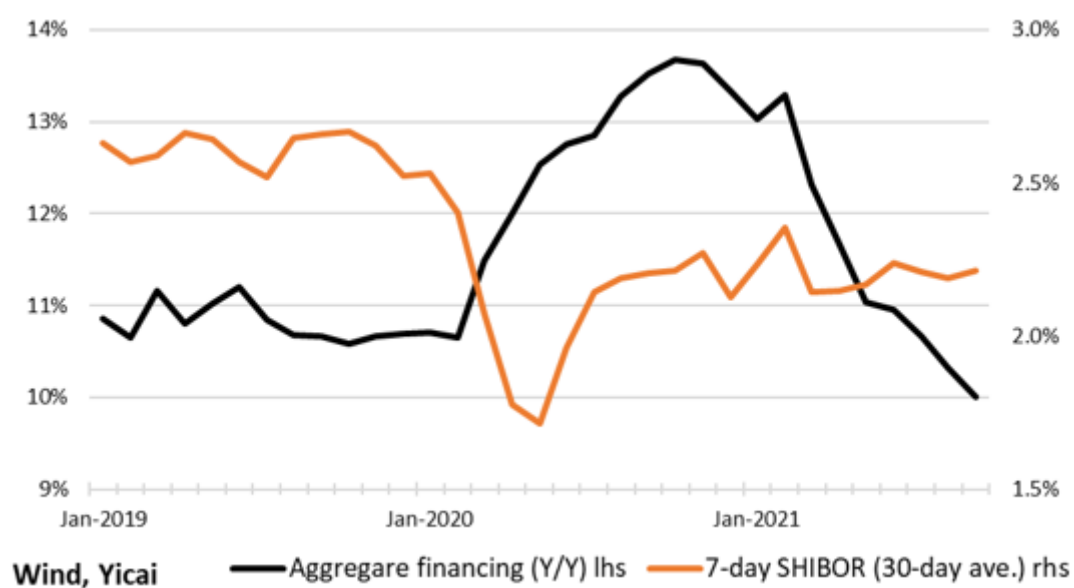
图 8 国家财政收支差额（累计）



货币政策导致信贷大幅收紧。社会融资规模增速从 2020 年 10 月的 13.7% 放缓至今年 9 月的 10%（图 9），这一增速甚至比新冠肺炎疫情前还要慢。尽管信贷增速放缓，但利率仍保持稳定。这可能是由于中国经济仍在消化去年的信贷繁荣，表明信贷需求与供给同步放缓。中国人民银行最近的声明表明，中国不太可

能在第四季度放松货币政策^[7]。因此，市场正在修正对存款准备金率下调的预期。

图 9 信贷市场指标



在 GDP 增速大幅放缓的情况下，宏观经济政策不太可能起到更大的支持作用，原因有四个。首先，今年全年经济可能增长 8%，轻松超过政府 6% 的目标。其次，劳动力市场保持稳定，工资以合理的速度增长。第三，房地产开发商面临的困境表明控制金融风险的重要性。第四，在缓解影响产出的供应瓶颈方面，宏观经济政策不会太有效。

然而，政策制定者也不会袖手旁观，他们可能会继续使用微观经济杠杆来增加煤炭和芯片的供应。在国家发展和改革委员会上周举行的一次座谈会上，国务院副总理韩正强调，今冬明春需

要确保安全稳定的能源供应^[8]。同样，工信部最近也表示，预计第四季度芯片短缺将会有所缓解^[9]。

注：

[1]何啸 . 年度 GDP 预测均值为 8.15% | 第一财经首席经济学家调研 [R]. 第一财经研究院, 2021.10.

[2]路透社. 冬季低温导致中国煤炭价格上升, 电力短缺引发通货膨胀 [EB/OL]. [2021-10-14], [https://www.reuters.com/world / china/cold-keeps-china-coal-prices-high-power-crunch-stokes-factory-inflation-2021-10-14/?utm_source=pocket_mylist](https://www.reuters.com/world/china/cold-keeps-china-coal-prices-high-power-crunch-stokes-factory-inflation-2021-10-14/?utm_source=pocket_mylist).

[3]南华早报. 中国电力危机: 广东将高峰时段工业用电价格上调 [EB/OL]. [https://www.scmp.com/economy/china-economy/article /3150786/china-power-crisis-guangdong-raising-electricity-prices](https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3150786/china-power-crisis-guangdong-raising-electricity-prices).

[4]路透社. 中国煤炭期货暴跌, 政府释放干预信号以缓解电力危机 [EB/OL]. [2021-10-21], [https://www.reuters.com/world / china / china-coal-futures-dive-further-signs-govt-intervention-2021-10-21/](https://www.reuters.com/world/china/china-coal-futures-dive-further-signs-govt-intervention-2021-10-21/).

[5]柯马克. 房地产开发商的债务: 瞄准灰犀牛 [EB/OL]. [2021-07-29], <https://www.yicaiglobal.com/opinion/mark.kruger/property-developers-debt-taking-aim-at-the-grey-rhino>.

[6]南华早报. 中国城市要求开发商停止打折噱头, 地方政府试图防

止房价暴跌[EB/OL]. <https://www.scmp.com/business/china-business/article/3149513/chinese-cities-ask-developers-stop-discount-gimmicks-local>.

[7]路透社. 中国央行官员认为第四季度流动性平衡, 没有大的波动[EB/OL]. <https://www.reuters.com/article/china-economy-liquidity-idUSKBN2H5110>.

[8]经济日报. 韩正: 牢牢把握稳中求进工作总基调 确保经济社会平稳运行[EB/OL]. [2021-10-20], <http://www.china-cer.com.cn/guwen/2021102015258.html>.

[9]环球时报. 中国汽车芯片短缺第四季度或将缓解[EB/OL]. [2021-10-19], <https://www.globaltimes.cn/page/202110/1236747.shtml>.